

PERAN MEDIASI KINERJA KEUANGAN TERHADAP HUBUNGAN ANTARA ASET TIDAK BERWUJUD TERHADAP KINERJA PASAR

Susanti Widhiastuti
STIE IPWIJA
wyayik@yahoo.com

Abstract

The purpose of this study was to analyze the effect of intangible resources against stocks return mediated by the financial performance. The research was conducted on Trade sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange in the observation period 2012-2015. The number of samples taken by using purposive sampling method. Multiple regression analysis and path analysis was used to analyze the hypothesis in this study.

This research has not been able to prove that there is a mediation role in financial performance in the relationship between the intangible resources and stock returns. This is due to the external factors that affect stock returns. However partially, both of intellectual capital and goodwill proven their effect on stock returns. The results also showed that intangible resources such as goodwill and enterprise risk management capabilities have a positive effect on the company's financial performance. Otherwise intellectual capital have not been able to show its influence on the financial performance.

Keywords: *Intellectual Capital, Goodwill, Enterprise Risk Management, Finance Performance, Stocks Return*

PENDAHULUAN

Pesatnya perkembangan ilmu pengetahuan dan teknologi selama beberapa tahun terakhir, menjadi pertimbangan penting bagi perusahaan untuk mulai mengelola sumber daya yang dimilikinya. Kemampuan suatu perusahaan dalam menyediakan sumber daya yang lebih baik dan efisien mampu memberikan nilai tambah terhadap bisnisnya dibandingkan dengan para perusahaan pesaing. Dalam hal ini sumber daya tersebut dikenal sebagai sumber daya kompetitif.

Sumber daya perusahaan dapat berbentuk (*tangible*) maupun tidak (*intangible*), namun keduanya dapat menjadi sumber kekuatan bagi perusahaan. Dalam ilmu manajemen strategik, sumber daya memiliki peran yang sangat penting bagi perusahaan dalam menentukan keberhasilan bisnis. Dewasa ini, pemahaman lama mengenai sumber daya fisik yang menjadi kunci keberhasilan bisnis mulai bergeser pada pentingnya peran sumber daya tidak berwujud karena aset tidak berwujud ini dinilai mampu memberikan manfaat bagi bisnis di masa depan. Dengan mempertimbangkan keberlangsungan bisnis (*going concern*), manajemen diharapkan juga untuk menaruh perhatian pada investasi sumber daya tidak berwujud tersebut terkait pengaruhnya pada keberhasilan bisnis. Hal ini dapat diukur melalui peningkatan kesejahteraan pemilik dan dapat dilihat dari pergerakan harga saham perusahaan. Owiredo *et al.* (2014)

mengemukakan bahwa volatilitas harga saham merupakan variabel terpenting dalam kebanyakan model penilaian perusahaan dan model penilaian opsi saham. Nilai pasar dari saham perusahaan seringkali dijadikan ukuran dari nilai perusahaan.

Memasuki era digital dan perdagangan terbuka, perusahaan khususnya di industri ritel konvensional perlu mengembangkan investasi pada aset tidak berwujudnya guna bersaing dengan perusahaan-perusahaan *e-commerce* yang tengah marak memasuki pasar ritel. Hal ini dikarenakan aset tidak berwujud mampu memberikan nilai tambah bagi perusahaan serta memberikan keuntungan di masa depan dan memainkan peran penting dalam keberhasilan perusahaan (Yallwe dan Buscemi, 2014). Hasil penelitian Lev dan Sougiannis dalam Owiredo *et al* (2014), memperkirakan bahwa perbedaan *return* yang merefleksikan adanya *mispicing* pada pasar saham dapat direpresentasikan oleh aset tidak berwujud seperti investasi pada R&D. Meskipun pada penelitian lain menyatakan hasil yang positif, penelitian dari Owiredo *et al* (2014) menunjukkan hasil sebaliknya yaitu bahwa nilai aset tidak berwujud memiliki hubungan negatif.

Salah satu faktor yang mampu mempengaruhi *return* saham adalah kinerja dari perusahaan itu sendiri. Zhang (2004) menyatakan bahwa aset tidak berwujud mampu menghasilkan kinerja perusahaan yang lebih baik. Berdasarkan kinerja yang baik ini, maka investor menilai perusahaan yang tercermin dari peningkatan harga pasar saham perusahaan. Penelitian ini melanjutkan penelitian sebelumnya untuk menguji pengaruh investasi aset tidak berwujud terhadap *return* saham. Hal yang unik dari penelitian ini adalah adanya variabel intervening kinerja keuangan, serta adanya tambahan variabel bebas yaitu modal intelektual dan manajemen risiko perusahaan.

Hasil Penelitian ini juga diharapkan dapat dijadikan sebagai tambahan pengetahuan dan wawasan mengenai pengaruh sumber daya kompetitif terhadap kinerja keuangan dan *return* saham dan dapat dijadikan referensi dan bukti empiris bagi penelitian selanjutnya. Penelitian ini juga diharapkan dapat menambah pengetahuan investor tentang penilaian sebuah perusahaan dalam pengambilan keputusan berinvestasi serta dapat dijadikan sebagai referensi bagi perusahaan untuk mengelola sumber daya kompetitifnya. Selain itu, hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi pertimbangan bagi regulator dalam membuat kebijakan akuntansi terkait pengakuan dan pengungkapan sumber daya tidak berwujud dan kebijakan pada pasar modal terkait pengungkapan sumber daya tidak berwujud.

TINJAUAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS

Teori Berdasarkan Sumber Daya (*Resource-Based Theory*)

Teori berdasarkan sumber daya dikenal juga dengan *Resource Based View* menjelaskan mengenai bagaimana sumber daya yang dimiliki perusahaan mampu mempengaruhi kinerja perusahaan tersebut. Dalam teori ini dijelaskan bahwa sumber daya suatu entitas merupakan salah satu faktor kekuatan maupun kelemahan bagi entitas itu sendiri (Wernerfelt, 1984). Dengan kata lain, sumber daya mampu menjadi keunggulan bersaing (*competitive Advantage*) bagi perusahaan. Dengan adanya keunggulan bersaing dapat memberikan kesejahteraan lebih bagi perusahaan dibandingkan dengan pesaingnya.

Agar memiliki keunggulan bersaing, perusahaan harus memiliki sumber daya yang kompetitif dan tidak mudah ditiru atau digantikan. Definisi dari sumber daya perusahaan sendiri menurut Draft dalam Barney (1991) merupakan segala aset,

kemampuan, proses organisasi, atribut perusahaan, informasi dan pengetahuan yang dapat dikendalikan oleh perusahaan yang memungkinkan perusahaan memahami dan mengimplementasikan strategi yang dapat meningkatkan efektivitas dan efisiensi.

Teori Sinyal (*Signaling Theory*)

Teori sinyal muncul karena adanya informasi asimetri, yaitu suatu kondisi manajemen memiliki informasi mengenai kinerja dan prospek perusahaan lebih banyak dibandingkan dengan informasi yang dimiliki oleh pemilik/investor (Chairunissa dan Dewi, 2015). Keadaan ini berpotensi membuat investor salah dalam pengambilan keputusan ekonomisnya, dan cenderung mendorong investor untuk bersikap konservatif dengan menilai perusahaan secara subjektif.

Sebagai upaya menghindari adanya *mispricing* terhadap nilai saham perusahaan, manajemen didorong untuk melakukan pengungkapan informasi terkait kinerja perusahaan kepada investor di dalam laporan tahunannya. Menurut Godfrey *et al.* (2010) teori sinyal menggambarkan manajemen secara sukarela memberikan informasi kepada investor untuk membantu mereka membuat keputusan yang tepat.

Investor sangat memperhatikan nilai aset berwujud dalam mengukur kinerja dan pertumbuhan ekonomi, sebagai bentuk memperkecil asimetri informasi. Namun, memasuki era ekonomi berbasis pengetahuan, investasi pada sumber daya tidak berwujud terbukti mampu memberikan sinyal kepada investor mengenai prospek perusahaan. Yallwe dan Buschemi (2014) mengungkapkan bahwa sumber daya tidak berwujud mampu menyediakan keuntungan bagi perusahaan pada masa yang akan datang. Dengan demikian, investasi sumber daya tidak berwujud dinilai memiliki peran signifikan terhadap kesuksesan bisnis dan perlu menjadi pertimbangan para investor.

Modal Intelektual (*Intellectual Capital*)

Salah satu bentuk aset tidak berwujud perusahaan adalah modal intelektual. Memasuki era global ini, bisnis mulai beralih pada pemanfaatan sumber daya berbasis pengetahuan (*knowledge-based economy*), penelitian mengenai modal intelektual menjadi semakin berkembang. Definisi mengenai modal intelektual sendiri menurut Djamil *et al.* (2013) adalah segala sumber daya non fisik yang dimanfaatkan oleh perusahaan untuk memperoleh keuntungan dan nilai.

Komponen dalam modal intelektual menurut Tan *et al.* dalam Santoso dan Hatane (2015) ada tiga, yaitu:

1. *Human capital*

Modal manusia merupakan komponen penting dari Modal intelektual karena interaksi manusia adalah sumber kritis dari *intangible value* dalam abad intelektual. Modal Manusia juga dapat didefinisikan sebagai aktiva tak berwujud yang dimiliki perusahaan dalam bentuk kemampuan intelektual, kreativitas dan inovasi-inovasi yang dimiliki oleh karyawannya.

2. *Structural capital*

Modal struktural merupakan kemampuan organisasi atau perusahaan dalam memenuhi proses rutinitas perusahaan dan strukturnya yang mendukung usaha karyawan untuk menghasilkan kinerja intelektual yang optimal serta kinerja bisnis secara keseluruhan. Dengan kata lain, modal struktural merupakan bentuk sarana dan prasarana penunjang kreativitas kinerja modal manusia.

3. *Customer capital*

Modal konsumen atau sering dikenal juga dengan modal relasi merupakan komponen modal intelektual yang memberikan nilai secara nyata. Modal konsumen juga meliputi kemampuan untuk mengidentifikasi pasar yang ingin dibidik dan memposisikan perusahaan dalam pasar. Hal ini dapat tercipta melalui pengetahuan karyawan yang diproses dengan modal struktural yang akhirnya menghasilkan hubungan yang baik dengan pihak luar (Widiyaningrum, 2004).

Berikut ini merupakan definisi dan konstruk dari modal intelektual (Wang dalam Ulum dan Ghozali, 2014).

Teknik pengukuran modal intelektual sendiri sampai saat ini masih terus berkembang, para peneliti terus berusaha menerapkan konsep keunggulan bersaing. Dari semua model tersebut yang paling sering ditemui adalah pengukuran dengan model VAIC™ yang dikembangkan oleh Pulic (2000). Metode VAIC™ merupakan sebuah prosedur analitis yang didesain untuk memampukan manajemen, pemegang saham dan pihak berkepentingan lainnya untuk memonitor dan mengevaluasi efisiensi nilai tambah dari keseluruhan sumber daya perusahaan dan komponen utamanya masing-masing.

Goodwill

Goodwill merupakan salah satu aset milik perusahaan yang tidak berwujud, biasanya aset ini diperoleh dari kegiatan penggabungan bisnis. Namun lebih dari itu, *goodwill* juga dapat digolongkan sebagai sumber daya perusahaan salah satunya adalah *goodwill* yang dihasilkan secara internal perusahaan (*internally generated goodwill*). Umumnya jenis *goodwill* ini tidak langsung dicatat ke dalam aset perusahaan. Pengertian dari *goodwill* yang dihasilkan secara internal yaitu “*The internally generated goodwill represents “the ability [of a company] as a stand-alone business to earn a higher rate of return on an organized collection of net assets than would be expected if those assets had to be acquired separately [...]*” (Johnson and Petrone dalam Zhang, 2013).

Manajemen Risiko Perusahaan (*Enterprise Risk Management*)

Nilai perusahaan dipengaruhi banyak faktor, termasuk diantaranya adalah kinerja keuangan dan implementasi *Enterprise Risk Management (ERM)*. Peningkatan kinerja perusahaan yang didukung oleh manajemen risiko perusahaan yang baik dapat menghasilkan pendapatan dengan lebih optimal. Hal ini akan membuat nilai perusahaan yang lebih baik. *Enterprise Risk Management* menjadi topik yang populer baru-baru ini. Hal ini terkait dengan meningkatnya jumlah ketidakpastian yang dihadapi oleh setiap bisnis, baik yang disebabkan oleh kondisi ekonomi atau kondisi global. Kenyataannya, Investor tidak hanya membutuhkan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasinya, tetapi juga jaminan keamanan dana yang disediakan (Agustina dan Baroroh, 2016).

Penelitiannya Elahi (2012) menemukan bahwa kapabilitas manajemen risiko merupakan salah satu bentuk keunggulan kompetitif perusahaan karena mampu memberikan dampak positif di masa depan dengan mengurangi eksposur (kerugian) akibat risiko potensial yang mungkin terjadi. Hal tersebut dapat diketahui melalui informasi dan pengungkapan yang diberikan kepada publik.

Kinerja Keuangan

Perusahaan pada umumnya memiliki tujuan tertentu yang ingin dicapai dalam usaha untuk memenuhi kepentingan para anggotanya. Keberhasilan dalam mencapai tujuan perusahaan merupakan prestasi manajemen. Di sisi lain, penilaian prestasi atau kinerja suatu perusahaan diukur karena dapat digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan baik untuk pihak internal (manajemen) maupun eksternal (investor).

Sudibya dan Restuti (2014) menjelaskan kinerja perusahaan sebagai gambaran tentang kondisi keuangan yang menggambarkan prestasi kerja dalam periode tertentu. Penilaian kinerja keuangan penting dilakukan karena dapat dijadikan acuan agar sumber daya digunakan secara optimal dalam menghadapi perubahan lingkungan bisnis atau persaingan. Salah satu teknik yang dapat digunakan untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan adalah dengan *Economic Value Added (EVA)*. Awan *et al* (2014) mendefinisikan EVA sebagai indeks kinerja kunci yang memunculkan motivasi bagi perusahaan untuk menemukan cara meningkatkan efisiensi penggunaan modal dan menghasilkan kinerja operasi yang sangat baik.

Penelitian Terdahulu

Penelitian mengenai sumber daya tidak berwujud terhadap kinerja dan *return* saham perusahaan telah beberapa kali dilakukan. Brahini dan Arab (2011) menjelaskan bahwa sumber daya tidak berwujud perusahaan memainkan peran penting dalam kinerja perusahaan *modern* pada kondisi ekonomi sekarang ini. Pandangan berdasarkan sumber daya menekankan pada pentingnya sumber daya perusahaan dalam merefleksikan strategi dan pencapaian kinerja diatas rata-rata. Hasil penelitian tersebut mengkonfirmasi bahwa sumber daya tidak berwujud memiliki kontribusi yang positif dan signifikan dalam penciptaan perbedaan kinerja ekonomis diantara perusahaan dan menjadikannya sebagai sumber daya kompetitif.

Pengaruh positif signifikan juga ditemukan dalam penelitian Gamayuni (2015) yang menguji pengaruh aset tidak berwujud terhadap kinerja keuangan dan nilai perusahaan. Semakin besar nilai aset tidak berwujud perusahaan, akan meningkatkan kemampuan perusahaan dalam menciptakan keuntungan yang dapat meningkatkan apresiasi investor. Hal ini dapat berdampak pada peningkatan nilai kapitalisasi pasar perusahaan. Dengan demikian investasi pada sumber daya tidak berwujud terbukti mampu mempengaruhi nilai pasar perusahaan melalui peningkatan kinerja keuangan.

Salah satu bentuk sumber daya tidak berwujud perusahaan adalah modal intelektual. Modal intelektual merupakan aset perusahaan yang mampu menciptakan kekayaan meskipun tanpa wujud fisik. Penelitian mengenai modal intelektual oleh Sudibya dan Restuti (2014) menemukan fakta bahwa modal intelektual mampu memberikan pengaruh positif pada kinerja keuangan perusahaan dan nilai pasar perusahaan. Hal ini juga didukung oleh penelitian Ferandy *et al.* (2015) yang menemukan adanya pengaruh positif dan signifikan antara modal intelektual terhadap kinerja perusahaan perbankan. Dalam penelitiannya disimpulkan bahwa modal intelektual pada perusahaan perbankan mengalami fluktuasi selama tahun 2011-2013.

Martien (2016) dalam penelitiannya menyimpulkan semakin baik perusahaan dalam mengelola dan memanfaatkan modal intelektual yang dimiliki, akan menciptakan kompetensi yang khas bagi perusahaan sehingga diharapkan mampu mendukung kemampuan perusahaan dalam memenuhi kebutuhan pelanggan. Perusahaan yang memiliki keunggulan kompetitif dibandingkan pesaing, memiliki peluang untuk meningkatkan laba bersih. Konsisten dengan Martien (2016), Ahangar

(2011) memberikan hasil yang sama pada perusahaan Iran. Hasil penelitian menunjukkan bahwa modal intelektual mampu menjelaskan dengan baik profitabilitas dan produktivitas perusahaan. Artinya, semakin efisien pengelolaan modal intelektual semakin meningkat kinerja keuangan perusahaan. Faza dan Hidayah (2014) mengungkapkan fakta yang menarik. Peneliti membuktikan bahwa modal intelektual hanya berpengaruh positif pada profitabilitas namun tidak pada produktivitas.

Meskipun banyak hasil penelitian mengungkap adanya keuntungan kompetitif bagi perusahaan, namun perusahaan di Indonesia cenderung menggunakan *conventional based* dalam membangun bisnisnya, sehingga produk yang dihasilkannya masih miskin kandungan teknologi. Dengan demikian modal intelektual yang telah dikeluarkan oleh perusahaan belum secara langsung mempengaruhi upaya perusahaan meningkatkan perputaran pendapatan. Sehubungan dengan profitabilitas, Kuryanto dan Syafruddin (2009) menemukan bahwa modal intelektual tidak dapat mengukur kinerja keuangan perusahaan jika modal intelektual bukan merupakan komponen utama dalam bisnis perusahaan.

Investasi dalam *human capital* merupakan suatu investasi yang penting dan memiliki nilai ekonomi bagi perusahaan karena dapat meningkatkan produktivitas. Pada penelitian Harianja dan Fauzi (2013) menemukan bahwa nilai tambah dari sumber daya manusia dan modal usaha berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan. Hal ini juga didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Li dan Wang (2014) yang menyatakan *employee's benefit* hanya berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan. Hal ini disebabkan karena sampel penelitian adalah perusahaan manufaktur dan perakitan produk IT yang cenderung padat modal, sehingga berapapun besarnya benefit yang diberikan tidak terlalu memotivasi para pekerja.

Sementara itu, Djamil *et al* (2013) menemukan bahwa modal intelektual berpengaruh pada kinerja keuangan, namun hanya variabel efisiensi sumber daya manusia yang berpengaruh positif terhadap *return* saham. Hasil ini dapat disebabkan karena *return* saham lebih dipengaruhi oleh faktor-faktor eksternal yang terjadi seperti inflasi dan kondisi makro ekonomi. Dalam penelitian terkait investasi pada modal intelektual, A'layi (2014) menyimpulkan bahwa modal intelektual turut berpengaruh pada nilai kapitalisasi pasar yang diukur melalui *tobin's q*. Hal ini menunjukkan bahwa modal intelektual secara tidak langsung berhubungan dengan harga dan *return* saham perusahaan.

Selain modal intelektual, kemampuan perusahaan dalam menciptakan nilai tambah secara internal (*goodwill*) merupakan salah satu sumber daya perusahaan yang cukup kompetitif. Kurniawan dan Mertha (2016) dalam penelitian mereka menemukan bahwa investasi R&D dan nilai aset tidak berwujud berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan maupun nilai perusahaan. Namun, kinerja keuangan tidak mampu menjadi variabel mediasi antara aset tidak berwujud dan nilai perusahaan. Li dan Wang (2004) dalam penelitiannya pada perusahaan di Hongkong menemukan bahwa sumber daya tidak berwujud yang dihasilkan secara internal (*internally generated goodwill*) seperti R&D mampu memberikan keuntungan ekonomis bagi perusahaan. Hal ini juga didukung oleh penelitian Aleksandra (2014) yang menemukan *R&D Expenditure* memiliki pengaruh yang positif terhadap *return* dan harga saham, namun berpengaruh negatif terhadap volatilitas harga saham.

Nilai aset tidak berwujud merupakan bentuk pembuktian adanya pasar yang tidak efisien. Menurut Zhang (2004) *return* saham perusahaan di masa depan dapat diprediksi melalui aset tidak berwujud perusahaan. Investasi pada aset tidak berwujud

dinilai dapat memberikan keuntungan di masa depan. Inovasi hari ini akan menjadi keunggulan perusahaan di masa depan. Dalam penelitian lain yang dilakukan oleh Owiredu *et al.* (2014) menemukan hanya pada industri farmasi yang memiliki pengaruh positif signifikan antara investasi aset tidak berwujud dengan *return* saham. Hal ini dikarenakan investor memandang kegiatan pengembangan yang dilakukan mampu memberikan nilai tambah yang baik bagi perusahaan di masa depan.

Penelitian terbaru mengenai sumber daya kompetitif menemukan bahwa kemampuan perusahaan dalam mengelola risiko mampu memberikan nilai tambah tersendiri pada perusahaan (Elahi, 2012). Kondisi perekonomian dan bisnis yang tidak pasti semakin meningkatkan risiko yang dihadapi oleh perusahaan. Oleh sebab itu, peran manajemen risiko menjadi penting karena dinilai mampu meminimalisir eksposur risiko saat ini untuk manfaat yang akan diperoleh pada masa mendatang. Hal ini juga dibuktikan dalam penelitian oleh Badriyah *et al* (2015) yang menemukan bahwa keberadaan komite manajemen risiko mampu mempengaruhi kinerja perusahaan. Hal ini dikarenakan komite manajemen risiko bertanggung jawab untuk memeriksa dan mengendalikan risiko yang dihadapi oleh perusahaan sehingga mampu mengurangi dan mencegah kerugian dari risiko.

Namun hasil sebaliknya ditemukan dalam penelitian Lukianchuk (2015) yang meneliti hubungan pengungkapan manajemen risiko terhadap kinerja keuangan perusahaan SME di Inggris dan Irlandia yang tidak menunjukkan terdapat pengaruh signifikan antara pengungkapan manajemen risiko dengan kinerja perusahaan. Azad dan Behbahani (2014) juga menemukan hasil bahwa tidak terdapat hubungan signifikan antara variabel manajemen risiko terhadap *return* saham pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Tehran Stock Exchange selama 2005-2010.

Rerangka Konseptual

Semakin berkembangnya ilmu pengetahuan, menjadikan kondisi bisnis turut mengalami kemajuan. Era digital pada tren global membawa persaingan menjadi semakin terbuka dan sulit. Agar dapat tetap bertahan, suatu bisnis harus memberikan nilai lebih pada produk dan layanannya. Hal ini dapat dimungkinkan ketika perusahaan memiliki sumber daya yang kompetitif. Pada bisnis modern, sumber daya tidak berwujud menjadi hal yang penting, karena dinilai memiliki peran dalam menciptakan manfaat jangka panjang yang sangat besar bagi perusahaan. Hal ini tentunya tidak terlepas dari tujuan perusahaan untuk meningkatkan kesejahteraan para *stakeholder*.

Peningkatan kesejahteraan dapat tercermin dari peningkatan nilai perusahaan. Dalam hal ini digambarkan melalui tingkat *return* dari selisih harga saham perusahaan di pasar modal (*Capital gain*). Di sisi lain, *return* saham bergerak mengikuti penilaian pasar atas kinerja perusahaan.

Hipotesis

Sumber daya kompetitif perusahaan dapat ditemui tanpa wujud fisik. Meskipun demikian, sebagai salah satu keunggulan bersaing perusahaan, sumber daya tidak berwujud mampu mempengaruhi kinerja keuangan entitas (Wernerfelt, 1984). Modal intelektual merupakan salah satu kekayaan milik perusahaan yang terdiri dari sumber daya manusia yang handal, perlengkapan pendukung kinerja serta hubungan yang baik dengan pelanggan. Modal intelektual mampu menjadi input yang baik dalam proses bisnis, khususnya dalam persaingan sehingga memberikan keuntungan yang lebih bagi perusahaan. Meskipun ide mengenai sumber daya kompetitif ini sudah ditemukan

sejak beberapa dekade yang lalu, namun teori sumber daya masih relevan dalam implementasinya sekarang ini.

Tan *et al* (2007) dalam penelitiannya menemukan bahwa modal intelektual memiliki kaitan dengan kinerja keuangan perusahaan di masa depan secara positif. Dengan demikian modal intelektual dapat dijadikan *tools* manajemen dan perlu dikelola dengan baik untuk tetap mempertahankan nilai kompetitifnya.

H1a: Modal intelektual berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan.

Di sisi lain, Zhang (2013) melakukan penelitian untuk menguji dampak *internally generated goodwill* terhadap kinerja keuangan perusahaan dengan observasi selama 20 tahun. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan yang banyak menciptakan *goodwill* secara internal cenderung memiliki kinerja keuangan yang lebih baik dibandingkan sebaliknya. Semakin berkembangnya pengetahuan, tentu perusahaan dituntut untuk mampu melakukan inovasi agar tidak tertinggal dengan cepatnya perubahan permintaan pasar. Kemampuan perusahaan untuk menciptakan sesuatu yang baru dapat menjadi penjelasan mengapa pasar menilai perusahaan lebih tinggi dari yang lain. Dari penjelasan tersebut dapat disimpulkan bahwa *goodwill* yang dihasilkan secara internal merupakan salah satu bentuk sumber daya kompetitif yang tidak berwujud.

H1b: *Goodwill* berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan.

Kondisi bisnis yang penuh dengan ketidakpastian saat ini dapat mengacaukan performa perusahaan dan berdampak pada penurunan profitabilitas., Badriyah *et al* (2015) menguji hubungan manajemen risiko perusahaan (*enterprise risk management / ERM*) terhadap kinerja keuangan. hasil penelitian menunjukkan adanya hubungan pengaruh diantara variabel tersebut. Dalam kesempatan lain, Elahi (2012) meyakinkan bahwa kemampuan manajemen risiko setiap perusahaan yang berbeda-beda dapat berdampak pada kesempatan perusahaan untuk memperoleh keuntungan yang lebih baik.

Dari penjelasan diatas maka penelitian ini akan melakukan pengujian pengaruh sumber daya tidak berwujud perusahaan meliputi modal intelektual, manajemen risiko dan *goodwill* sebagai sumber daya kompetitif terhadap kinerja keuangan perusahaan dengan hipotesis berikut:

H1c: Manajemen risiko perusahaan berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan.

Pada akhirnya, semua keunggulan bersaing yang dimiliki perusahaan adalah untuk membawa perusahaan pada tingkat profitabilitas dan pertumbuhan yang tinggi. Tujuan perusahaan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemilik perusahaan dapat dicerminkan dari peningkatan nilai saham perusahaan secara berkelanjutan. Peningkatan harga saham sendiri dapat dilihat dari *return* yang bernilai positif.

H2a: Modal intelektual berpengaruh positif terhadap *return* saham.

Matarneh dan Bashir (2013) membuktikan bahwa aset tidak berwujud mampu mempengaruhi pergerakan harga saham pada perusahaan di Jordania. Hal ini menjelaskan fungsi aset tidak berwujud sebagai salah satu sumber daya kompetitif perusahaan dapat menciptakan nilai tambah. Dengan demikian penelitian ini juga akan menguji pengaruh dari sumber daya tidak berwujud terhadap return saham dengan hipotesis sebagai berikut:

H2b: *Goodwill* berpengaruh positif terhadap *return* saham.

H2c: Manajemen risiko perusahaan berpengaruh positif terhadap *return* saham.

Penelitian Salamudin (2010) juga ditemukan kesimpulan bahwa aset tidak berwujud mempengaruhi secara positif nilai pasar saham perusahaan. Namun demikian, hasil sebaliknya terjadi di dalam penelitian Owiredo *et al* (2014) yang menyatakan sumber daya tidak berwujud tidak berpengaruh terhadap *return* saham.

Sementara itu, Awan *et al* (2014) melakukan penelitian untuk menguji kinerja keuangan yang diukur dengan *Economic Value Added* terhadap *return* saham selama 2006-2010. Penelitian ini menyimpulkan bahwa kinerja keuangan mampu berperan dalam mempengaruhi *return* saham perusahaan. Dalam teori analisis sekuritas, sebelum membuat keputusan berinvestasi pada suatu saham, investor terlebih dahulu akan melakukan analisa perusahaan. Pada tahap ini, kinerja keuangan merupakan salah satu faktor yang memicu investor dalam menilai kelayakan harga dari saham tersebut.

Adanya perbedaan kesimpulan dari penelitian sebelumnya, maka peneliti membentuk suatu hipotesis yang diajukan untuk turut diuji dalam penelitian ini dengan menambahkan variabel perantara, yaitu kinerja keuangan.

H₃: Kinerja keuangan mampu memediasi hubungan antara sumber daya tidak berwujud dan *return* saham.

METODE PENELITIAN

Dalam penelitian ini yang menjadi variabel dependen adalah *return* saham. *Return* saham yang dimaksud adalah keuntungan dari perubahan harga saham selama periode satu tahun (Owiredo *et al*, 2014). Harga saham yang dimaksud di sini adalah posisi harga saham yang diambil pada akhir bulan keempat pada tahun pelaporan berikutnya. Hal ini dikarenakan harga saham pada periode tersebut merupakan harga saham yang terbentuk dari dampak pelaporan kinerja keuangan tahun sebelumnya atau terdampak dari publikasi laporan keuangan perusahaan.

Dimana:

R_{it} : *Return* saham perusahaan i pada tahun t.

P_t : Harga penutupan saham perusahaan i pada akhir bulan keempat di tahun t.

P_{t-1} : Harga penutupan saham perusahaan i pada akhir bulan keempat di tahun t+1.

$$R_{it} = \frac{P_{t+1} - P_t}{P_t}$$

Variabel Independen dalam penelitian ini adalah sumber daya tidak berwujud yang terdiri dari modal intelektual (Sudibya dan Restuti, 2014), *goodwill* (Zhang, 2013) dan Manajemen risiko perusahaan (Badriyah *et al*, 2015).

a) Modal Intelektual

Modal Intelektual diukur dengan model VAICTM (Pulic, 2000) dalam Sudibya (2014) yang menggunakan beberapa tahap sebagai berikut:

1. Menghitung *Value Added* (VA).

$$VA = OUT - IN$$

2. Menghitung *Value Added Capital Employed* (VACA)

$$VACA = \frac{VA}{CA}$$

3. Menghitung *Value Added Human Capital* (VAHU)

$$VAHU = \frac{VA}{HC}$$

4. Menghitung *Structural Capital Value Added* (STVA)

$$STVA = \frac{SC}{VA}$$

5. Menghitung *Value Added Intellectual Coefficient* (VAIC)

$$VAIC^{TM} = VACA + VAHU + STVA$$

Dimana:

Output (OUT) : Total penjualan dan pendapatan lain.
 Input (IN) : Beban dan biaya-biaya (selain beban karyawan).
 Value Added (VA) : Selisih antara output dan input.
 CE (*Capital Employed*) : Dana yang tersedia (ekuitas, laba bersih)
 HC (Human Capital) : Beban tenaga kerja (total gaji, upah dan pendapatan karyawan).
 SC (*Structural Capital*) : VA – HC

b) *Goodwill*

Goodwill diukur dengan *Price to Book Value Ratio* (PBV) karena mencerminkan nilai lebih perusahaan yang diakui oleh pasar (Zhang, 2013). Rumus untuk perhitungan *goddwill* adalah sebagai berikut:

$$PBV_{it} = \frac{P_{it}}{BV_{it}}$$

Dimana:

PBV_{it} : Nilai *Goodwill* perusahaan i pada tahun t
 P_{it} : Harga penutupan saham perusahaan i pada waktu t
 BV_{it} : Nilai buku per lembar saham perusahaan i pada tahun t

c) Manajemen Risiko Perusahaan

Manajemen Risiko Perusahaan diukur dengan menggunakan *content analysis* atas pengungkapan risiko yang di publikasikan perusahaan pada laporan tahunan (Wardhana dan Cahyowati, 2013).

Tabel 1
Item Pengungkapan Risiko

Financial Risk	Interest rate Exchange rate Commodity Liquidity Credit
Operation Risk	Customer satisfaction Product Development Efficiency and performance Sourcing Stock obsolescence and shrinkage Product and service failure

	Enviromental Health and safety Brand name erosion
Empowerment Risk	Leadership and management Outsourcing Performance incentives Change readiness Communications
Information processing and technology risk	Integrity Access Availability Infrastructure
Integrity Risk	Risk-management policy Management and employee fraud Illegal acts Reputation
Strategic Risk	Industry Business portfolio Competitors Pricing Valuation Planning Life cycle Performance measurment Regulatory Sovereign and political

$$\text{ERM} = \frac{\sum \text{Item pengungkapan risiko yang dilakukan perusahaan}}{\sum \text{Total Item pengungkapan risiko}}$$

\sum Total Item pengungkapan risiko

Variabel mediasi dalam penelitian ini adalah kinerja keuangan perusahaan yang di proksikan dengan nilai *Economic Value Added* (EVA) (Awan *et al*, 2014). Rumus perhitungan *Economic Value Added* menggunakan langkah-langkah sebagai berikut:

1. Menghitung NOPAT (*Net Operating Income After Tax*)

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} - \text{Tax}$$

2. Menghitung ROIC (*Return on Investment Capital*)

$$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{Invested Capital}}$$

3. Menghitung WACC (*Weighted Average Cost of Capital*)

$$\text{WACC} = (\text{Wd} \cdot \text{Kd}) + (\text{We} \cdot \text{Ke})$$

4. Menghitung EVA (*Economic Value Added*)

$$\text{EVA} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) \times \text{Invested Capital}$$

Dimana:

EBIT : *Earning Before Interest and Tax*
 Wd : Proporsi utang dalam struktur modal
 Kd : Biaya utang yang ditanggung
 We : Proporsi modal sendiri dalam struktur modal
 Ke : Biaya dari dana yang didapatkan dari modal sendiri

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan perdagangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Pengambilan sampel dilakukan dengan cara *purposive sampling*. Adapun kriteria pengambilan sampel yang ditetapkan peneliti adalah sebagai berikut : (1) Perusahaan mempublikasikan laporan tahunan dan laporan keuangan yang telah diaudit per 31 Desember 2012-2015. (2) Perusahaan menerbitkan laporan keuangan yang berakhir pada tanggal 31 Desember dan melaporkan dalam satuan mata uang Rupiah (Rp). (3) Membukukan laba & ekuitas yang positif dalam laporan keuangan selama periode sample.

Tabel 2
Kriteria Sampel Perusahaan

Keterangan	Jumlah
Perusahaan perdagangan (besar dan eceran) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sampai dengan tahun 2015	56
Perusahaan perdagangan (besar dan eceran) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia setelah tahun 2012.	(5)
Perusahaan perdagangan yang tidak menerbitkan laporan keuangan audit dan dipublikasikan pada 2012-2015.	(6)
Perusahaan perdagangan yang membuat laporan keuangan dengan menggunakan mata uang asing.	(6)
Perusahaan yang membukukan rugi dan ekuitas negatif.	(18)
Total sampel akhir	21
Total (21 x 4)	84
Data Outlier	(6)
Total Data Sampel	78

Sumber : Hasil Pengumpulan data

Metode Analisa Data

Setelah data berhasil dikumpulkan, selanjutnya adalah proses pengolahan dan analisa data. Metode analisa yang digunakan dalam penelitian ini diantaranya adalah uji statistik, deskriptif, uji asumsi klasik, uji serentak (uji-F), uji parsial (Uji-t) dan uji efek mediasi (Uji Sobel). Analisis jalur yang merupakan pengembangan dari analisis regresi berganda digunakan untuk menjelaskan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dan peran variabel mediasi didalam model penelitian (Ghozali, 2013). Pada dasarnya analisis jalur dilakukan dengan membandingkan koefisien jalur dari model yang diteliti atau membandingkan koefisien indirect effect (pengaruh tidak langsung) dengan koefisien direct effect (pengaruh langsung). Koefisien jalur adalah nilai koefisien yang terbentuk dari hubungan antara beberapa variabel berdasarkan

hubungan pengaruh (jalur) di dalam model penelitian. Ada dua model penelitian yang akan digunakan:

$$\begin{aligned} \text{EVA}_{it} &= \alpha_1 + \beta_1 \text{VAIC}_{it} + \beta_2 \text{PBV}_{it} + \beta_3 \text{ERM}_{it} + e_1 \dots\dots(1) \\ R_{it} &= \alpha_2 + \beta_1 \text{VAIC}_{it} + \beta_2 \text{PBV}_{it} + \beta_3 \text{ERM}_{it} + \beta_4 \text{EVA}_{it} + e_2 \dots\dots\dots(2) \end{aligned}$$

Dimana:

- VAIC_{it} : Modal Intelektual perusahaan i pada tahun t
 PBV_{it} : *Goodwill* perusahaan i pada tahun t
 ERM_{it} : Manajemen Risiko Perusahaan perusahaan i pada tahun t
 EVA_{it} : Kinerja Keuangan perusahaan i pada tahun t
 R_{it} : Return Saham perusahaan i pada tahun t
 α : Konstanta
 β : Beta
 e : *Error*

HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 3
Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
VAICTM	78	1,323	8,234	2,80588	1,107725
PBV	78	0,250	9,820	2,96761	2,196815
ERM	78	0,324	0,784	0,60603	0,076756
EVA	78	-0,165	5,734	1,70355	1,578845
SAHAM	78	-0,62716	1,1698	0,10989	0,414439
Valid N (listwise)	78				

Tabel 3 diatas menggambarkan mengenai karakteristik data selama tahun 2012-2015 yang digunakan dalam penelitian ini. Modal intelektual pada sampel penelitian sebanyak 78 data memiliki standar deviasi sebesar 1,10773, nilai minimum sebesar 1,323 dan nilai maksimum sebesar 8,234 dan nilai rata-rata sebesar 2,806. Variabel *goodwill* memiliki standar deviasi sebesar 2,197 serta nilai minimum sebesar 0,250 dan nilai maksimum sebesar 9,820 sementara nilai rata-rata sebesar 2,968. Variabel manajemen risiko perusahaan memiliki standar deviasi sebesar 0,077 Serta nilai minimum sebesar 0,324 dan nilai maksimum sebesar 0,784. Sementara, nilai rata-rata untuk variabel ERM adalah sebesar 0,606. Variabel kinerja keuangan perusahaan memiliki standar deviasi sebesar 1,579 serta nilai minimum sebesar -0,165 dan nilai maksimum sebesar 5,734. Nilai rata-rata (mean) untuk variabel EVA adalah sebesar 1,704. Return saham memiliki standar deviasi sebesar 0,414. Nilai minimum sebesar -0,627 dan nilai maksimum sebesar 1,170. Nilai rata-rata (mean) untuk variabel *return* saham adalah sebesar 0,110.

Hasil Pengujian Hipotesis Penelitian Koefisien Determinasi

Tabel 4
Hasil Uji R² dan Adjusted R²

MODEL	R ²	Adj R ²
1	0,229	0,187
2	0,148	0,088

Dari hasil pengolahan diperoleh nilai koefisien determinasi pada model pertama sebesar 0,187 yang artinya variasi dari perilaku variabel independen yaitu modal intelektual, *goodwill*, dan manajemen risiko mampu menjelaskan perilaku atau variasi dari variabel dependen yaitu kinerja keuangan sebesar 18,7% sedangkan sisanya yaitu sebesar 81,3% adalah variasi dari variabel independen lain yang mempengaruhi kinerja keuangan tetapi tidak dimasukkan dalam model.

Sementara itu, dari hasil pengolahan pada model kedua diperoleh nilai koefisien determinasi sebesar 0,088 yang artinya variasi dari perilaku variabel independen yaitu kinerja keuangan hanya mampu menjelaskan perilaku atau variasi dari variabel independen return saham sebesar 8,8% sedangkan sisanya yaitu sebesar 91,2% adalah variasi dari variabel independen lain yang mempengaruhi return saham tetapi tidak dimasukkan dalam model.

Uji Statistik F (ANOVA)

Uji statistik F atau ANOVA sering juga dikenal dengan istilah uji serentak pada dasarnya dilakukan untuk menguji pengaruh signifikansi variabel independen atau bebas terhadap variabel dependennya.

Tabel 5
Hasil Uji F (Uji Serentak) dari Model Pertama
ANOVA^b

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	42.946	4	10.737	5.426	.001 ^a
Residual	144.457	73	1.979		
Total	187.403	77			

Tabel 6
Hasil Uji F (Uji Serentak) dari Model Kedua
ANOVA^b

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	18782.454	5	3756.491	2.460	.041 ^a
Residual	108429.994	71	1527.183		
Total	127212.448	76			

Dari hasil pengolahan model pertama diperoleh nilai F statistik sebesar 5,426 dengan sig sebesar $0,001 < 0,05$ yang artinya H_0 ditolak sehingga secara statistik

terbukti bahwa model pertama mampu menunjukkan pengaruh variabel independen secara signifikan terhadap variabel dependennya yaitu kinerja keuangan.

Berdasarkan hasil pengolahan model kedua diperoleh nilai F statistic sebesar 2,460 dengan sig sebesar $0,041 < 0,05$ yang artinya H_0 ditolak sehingga secara statistik terbukti bahwa model kedua juga mampu menunjukkan pengaruh variabel independen secara signifikan terhadap variabel dependennya yaitu *return* saham.

Pengujian Hipotesis

Uji statistik t atau uji parsial dilakukan untuk menguji pengaruh masing-masing variabel independen.

Tabel 7
Hasil Pengujian Model Pertama

Variabel Independen	Dependen : Kinerja Keuangan			Kesimpulan
	Koefisien	Std. Error	Sig. (One-tailed)	
VAIC	0,172	0,158	0,140	Hipotesis 1a Ditolak
PBV	0,212	0,083	0,006	Hipotesis 1b Diterima
ERM	0,038	0,022	0,046	Hipotesis 1c Diterima

Sumber : data diolah SPSS ** alpha 5%

Dengan nilai *p-value* dari t-statistik sebesar $0,140 > 0,05$ maka H1a ditolak. Dengan demikian secara statistik modal intelektual tidak berpengaruh terhadap kinerja. Dengan demikian hipotesis teori yang menyatakan adanya pengaruh positif *goodwill* terhadap kinerja keuangan dapat diterima. Dengan nilai *p-value* dari t statistik sebesar $0,006 < 0,05$ maka H1b diterima dan dapat disimpulkan *goodwill* berpengaruh positif pada kinerja keuangan. Dengan nilai *p-value* dari t statistik sebesar $0,046 < 0,05$ maka H1c diterima dan dapat disimpulkan terbukti manajemen risiko perusahaan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Tabel 8
Hasil Pengujian Model Kedua

Variabel Independen	Dependen : Return Saham			Kesimpulan
	Koefisien	Std. Error	Sig. (One-tailed)	
VAIC	6,383	4,479	0,0795	Hipotesis 2a Ditolak
PBV	3,350	2,401	0,0835	Hipotesis 2b Ditolak
ERM	-0,302	0,624	0,3150	Hipotesis 2c Ditolak
EVA	-0,466	3,193	0,4420	Hipotesis 3 Ditolak

Sumber : data diolah SPSS ** alpha 5%

Dari hasil penelitian diperoleh nilai *p-value* untuk VAIC sebesar $0,0795 > 0,05$ sehingga H2a ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa variabel modal intelektual tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Dari hasil penelitian diperoleh nilai *p-value* untuk PBV sebesar $0,0835 > 0,05$ maka H2b ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa variabel *goodwill* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham. Dari hasil penelitian dengan nilai *p-value* untuk ERM sebesar $0,315 > 0,05$ maka H2c ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa variabel manajemen risiko tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham. Dengan nilai *p-value* untuk EVA sebesar $0,442 > 0,05$ maka H3 ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa variabel kinerja keuangan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham.

Uji Sobel

Uji sobel dilakukan untuk menghitung pengaruh mediasi kinerja keuangan antara sumber daya tidak berwujud dan *return* saham:

Tabel 9
Hasil Perhitungan Pengaruh Total Koefisien Jalur

Variabel	Pengaruh Langsung	Pengaruh Tidak Langsung	Pengaruh Total
VAIC	6,383	-0,080	6,303
PBV	3,350	-0,099	3,251
ERM	-0,302	-0,018	-0,320

Sumber : data diolah (koefisien jalur mediasi -0,466)

Tabel 10
Hasil t hitung

Variabel Independen	t hitung	Keterangan
VAIC	$= -0,080 / 0,749 = -0,107$	Tidak Signifikan
PBV	$= -0,099 / 0,728 = -0,136$	Tidak Signifikan
ERM	$= -0,018 / 0,141 = -0,128$	Tidak Signifikan

Sumber : data diolah (t tabel 1,96 pada sig. 5%)

Dari hasil pengujian di atas, dapat disimpulkan bahwa pengaruh langsung dari sumber daya tidak berwujud terhadap *return* saham lebih besar dari pada keseluruhan pengaruh tidak langsung melalui kinerja keuangan. Dari nilai t hitung yang lebih kecil dari nilai t tabel (1,96), dapat disimpulkan variabel kinerja keuangan tidak signifikan dalam memediasi variabel sumber daya tidak berwujud terhadap *return* saham.

Pembahasan Hasil Penelitian

Pengaruh Sumber Daya Tidak Berwujud Terhadap Kinerja Keuangan

Hipotesis 1a menyatakan terdapat pengaruh positif antara modal intelektual dengan kinerja keuangan. Namun dari hasil pengolahan secara statistik menunjukkan bahwa modal intelektual tidak berpengaruh signifikan pada kinerja keuangan. Hal ini tidak sesuai dengan teori sumber daya karena dalam industri perdagangan modal intelektual belum menjadi kebutuhan utama bisnis. Sumber daya manusia pada sektor perdagangan tidak memerlukan keahlian khusus karena sifat pekerjaan yang berulang dan konvensional.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa investasi pada modal intelektual belum dapat menjadi keunggulan bersaing bagi perusahaan perdagangan. Agar dapat menjadi sumber daya yang kompetitif, modal intelektual diharapkan mampu memberikan keuntungan yang signifikan bagi perusahaan. Penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Sudibya dan Restuti (2014), Chairunnisa dan Rosiyana (2015). Perbedaan sampel industri diduga memberikan hasil yang berbeda. Sampel penelitian sebelumnya ada pada perusahaan perbankan yang menuntut kompetensi profesional dalam operasional bisnisnya. Kuryanto dan Syafruddin (2009) melakukan penelitian untuk mengukur pengaruh modal intelektual terhadap kinerja keuangan perusahaan dan menemukan bahwa modal intelektual bukan merupakan komponen utama perusahaan, sehingga sulit untuk mengukur kinerja perusahaan. Dalam hal ini, pada sektor perdagangan yang memperoleh keuntungan dari nilai bersih penjualan produk, investasi sumber daya manusia merupakan biaya tetap dan dapat menjadi poin pengurang laba yang cukup besar sehingga menurunkan kinerja keuangan dari perusahaan itu sendiri.

Kesimpulan ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Li dan Wang (2014) yang menyatakan *employee's benefit* berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan, khususnya untuk perusahaan padat modal. Luca *et al* (2014) juga mengungkapkan Investasi pada aset tidak berwujud yang terdiri dari aset manusia dan properti intelektual tidak mampu menjelaskan perbedaan kinerja perusahaan. Hal ini dimungkinkan karena faktor globalisasi yang memaksa setiap perusahaan untuk ikut berinvestasi pada aset tidak berwujud.

Hipotesis 1b dilakukan dengan tujuan untuk menguji pengaruh dari *goodwill* terhadap kinerja keuangan. Hasil penelitian membuktikan adanya pengaruh positif *goodwill* terhadap kinerja keuangan. Hal ini sesuai dengan teori sumber daya karena investasi pada *goodwill* melalui pengembangan dan inovasi internal mampu memberikan nilai tambah bagi perusahaan yang tidak dapat ditemui pada bisnis kompetitor. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa variabel *goodwill* terbukti mampu menjadi salah satu sumber daya kompetitif perusahaan yang dapat memberikan keunggulan bersaing dan meningkatkan profitabilitas perusahaan.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Zhang (2013) yang menunjukkan bahwa perusahaan dengan *internally generated goodwill* mampu menghasilkan kinerja yang lebih baik dan EPS yang lebih tinggi. *Goodwill* yang diciptakan secara internal merupakan salah satu bentuk sumber daya kompetitif yang unik dan hanya dimiliki oleh perusahaan. Oleh sebab itu, *goodwill* terbukti mampu mempengaruhi kinerja keuangan dan profitabilitas secara positif. Li dan Wang (2014) dalam penelitiannya pada perusahaan-perusahaan di Hongkong menemukan bahwa sumber daya tidak berwujud yang dihasilkan secara internal (*internally generated goodwill*) seperti R&D mampu memberikan keuntungan ekonomis bagi perusahaan.

Sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Elahi (2012) yang menyatakan manajemen risiko mampu menjadi sumber daya kompetitif bagi perusahaan, hipotesis 1c dilakukan dengan tujuan untuk menguji pengaruh dari kapabilitas manajemen risiko perusahaan terhadap kinerja keuangan. Hasil penelitian ini membuktikan adanya pengaruh positif dari variabel manajemen risiko terhadap kinerja perusahaan.

Investasi pada manajemen risiko mampu memberikan keuntungan bagi perusahaan di masa depan. Hal ini sesuai dengan teori sumber daya yang dijelaskan dalam penelitian Wernerfelt (1984), karena kapabilitas manajemen risiko dinilai

mampu mengurangi eksposur risiko perusahaan. Perbedaan tingkat kapabilitas ini dapat memberikan manfaat ekonomis yang kompetitif bagi perusahaan. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa variabel manajemen risiko perusahaan mampu menjadi salah satu sumber daya kompetitif perusahaan.

Pengaruh positif antara manajemen risiko dengan kinerja keuangan perusahaan juga mendukung penelitian yang dilakukan oleh Badriyah (2015) yang menguji kapabilitas manajemen risiko terhadap kinerja keuangan perusahaan. Memasuki era yang penuh ketidakpastian, kemampuan perusahaan dalam melakukan manajemen risiko mampu mengurangi potensi kerugian usaha dan meningkatkan keuntungan bersih perusahaan.

Pengaruh Sumber Daya Tidak Berwujud Terhadap *Return Saham*

Hipotesis 2a menyatakan bahwa modal intelektual memiliki pengaruh positif terhadap *return* saham. Penelitian ini menunjukkan hasil yang tidak mendukung hipotesis. Variabel modal intelektual tidak terbukti berpengaruh signifikan terhadap *return* saham meskipun kecenderungannya adalah positif. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penerapan teori sinyal karena nilai investasi modal intelektual perusahaan yang tercermin pada laporan keuangan belum mampu memberikan sinyal positif bagi investor dan pelaku pasar dalam menilai harga saham perusahaan. Adanya investasi modal intelektual belum dapat memberikan gambaran bagi investor mengenai prospek masa depan perusahaan.

Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh A'layi (2014) dan Djamil *et al.* (2013) yang menyatakan investasi modal intelektual memiliki pengaruh terhadap *return* saham. Hal ini dikarenakan investasi pada modal intelektual belum dapat meningkatkan produktivitas karyawan. Selain itu terdapat beberapa faktor eksternal lain yang mempengaruhi pergerakan harga saham.

Hipotesis 2b menyatakan bahwa *goodwill* memiliki pengaruh positif terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan. *Goodwill* tidak terbukti memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham. Dengan demikian, hasil penelitian ini gagal mendukung teori sinyal karena belum dapat membuktikan investasi pada *goodwill* mampu memberikan sinyal positif pada investor dan pasar dalam menilai kualitas saham perusahaan. Pada perusahaan dagang yang cenderung kurang memiliki upaya dalam menciptakan nilai tambah melalui inovasi, belum mampu menarik minat investor untuk menghargai perusahaan lebih tinggi. Hal ini dikarenakan proses bisnis pada industri perdagangan yang kurang kompleks dinilai belum membutuhkan investasi pada *goodwill* yang diciptakan secara internal.

Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Putri dan Sampurno (2012) yang menyatakan bahwa variabel PBV secara parsial berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Hal ini juga gagal mendukung hasil penelitian Gamayuni (2015) yang membuktikan adanya hubungan positif signifikan dari aset tidak berwujud terhadap nilai perusahaan yang diukur melalui nilai kapitalisasi pasar. Hal ini disebabkan karena adanya faktor-faktor eksternal yang mempengaruhi pergerakan harga saham.

Hipotesis 2c menyatakan bahwa manajemen risiko memiliki pengaruh positif terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini tidak mendukung hipotesis yang diajukan. Variabel manajemen risiko tidak terbukti memiliki pengaruh pada *return* saham. Dengan demikian, hasil penelitian ini belum dapat mendukung teori sinyal karena manajemen risiko perusahaan digunakan sebagai alat untuk mengurangi eksposur pada

bisnis perusahaan (Redga, 2007). Hal ini menyebabkan manajemen risiko perusahaan hanya berdampak pada profitabilitas perusahaan dan tidak berpengaruh pada portofolio investor, sehingga belum mampu memberikan sinyal yang dapat mempengaruhi keputusan investor dalam berinvestasi.

Namun demikian, hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Azad dan Behbahani (2014). Penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa tidak terdapat hubungan signifikan antara strategi manajemen risiko dan *return* saham. Hal ini dikarenakan adanya faktor eksternal yang mempengaruhi *return* saham, seperti kebijakan pemerintah dan lainnya. Kondisi yang sama juga terjadi pada pasar saham di Indonesia selama periode sampel.

Peran Mediasi Kinerja Keuangan Terhadap Hubungan Pengaruh Sumber Daya Tidak Berwujud dengan *Return* Saham

Hipotesis 3 dibuat untuk menguji peran mediasi dari kinerja keuangan yang diukur melalui *Economic Value Added* (EVA) dalam hubungan antara sumber daya tidak berwujud terhadap *return* saham. Berdasarkan hasil penelitian, kinerja keuangan tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Hal ini menggambarkan terputusnya jalur dari kinerja keuangan ke *return* saham. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa EVA belum mampu berperan sebagai mediasi antara pengaruh sumber daya tidak berwujud terhadap *return* saham.

Hasil penelitian ini tidak mendukung penerapan teori sinyal karena adanya pengaruh faktor eksternal (kebijakan suku bunga, nilai tukar, perpajakan, dll.) dan faktor internal lain yang mempengaruhi perilaku investor dalam menilai harga saham perusahaan. Selama periode sampel terdapat beberapa kejadian ekonomi yang sangat berdampak pada aktivitas pasar saham, seperti kenaikan suku bunga Bank Sentral Amerika (*The Fed*) yang menyebabkan para investor asing menarik investasi mereka di Indonesia untuk di investasikan kembali di pasar Amerika. Tren jual ini menyebabkan penurunan harga saham sehingga *return* saham cenderung negatif.

Hasil penelitian ini juga tidak mendukung teori analisa perusahaan yang menyatakan kinerja keuangan merupakan salah satu faktor yang digunakan oleh investor dalam menilai perusahaan (Riley dan Brown, 2003). Hasil Penelitian ini juga bertentangan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Andriani dan Herlina (2015) yang membuktikan bahwa kinerja keuangan mampu memediasi hubungan antara modal intelektual terhadap harga pasar saham. Namun hasil ini mendukung hasil penelitian Kurniawan dan Mertha (2016) yang menemukan bahwa terdapat faktor-faktor eksternal lain yang lebih berpengaruh pada *return* saham dibandingkan dengan kinerja keuangan.

KESIMPULAN

Hasil penelitian menunjukkan hasil berbeda untuk setiap pengaruh variabel independen terhadap kinerja keuangan. Penelitian ini tidak mampu membuktikan bahwa terdapat pengaruh positif antara modal intelektual dan kinerja keuangan. Penelitian sesuai dengan yang dilakukan oleh Kuryanto dan Syafruddin (2009), Li dan Wang (2014) serta Luca *et al.* (2014). Penelitian ini membuktikan bahwa *goodwill* mampu mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan secara positif. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Zhang (2013) dan Li dan Wang (2014). Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa manajemen risiko yang diukur dari pengungkapan item-

item manajemen risiko perusahaan terbukti berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Elahi (2012) dan Badriyah *et al.* (2015).

Berbeda dengan penelitian sebelumnya, untuk setiap pengaruh variabel independen terhadap *return* saham. Hasil penelitian belum mampu membuktikan pengaruh signifikan antara modal intelektual dengan *return* saham. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh A'layi (2014) dan Djamil *et al.* (2013). *Goodwill* tidak terbukti memiliki pengaruh positif terhadap *return* saham. Penelitian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Putri dan Sampurno (2012) dan penelitian oleh Gamayuni (2015). Penerapan manajemen risiko belum mampu mempengaruhi *return* saham. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Azad dan Behbahani (2014).

Hasil penelitian tidak berhasil membuktikan adanya peran mediasi dari kinerja keuangan dalam hubungan antara sumber daya tidak berwujud dengan *return* saham. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Andriani dan Herlina (2015).

KETERBATASAN

Keterbatasan Penelitian diantaranya dari 56 populasi perusahaan, hanya 21 perusahaan yang memenuhi kriteria sampel. Dengan sampel data yang terbatas, hal ini mempengaruhi hasil penelitian sehingga hasil penelitian belum dapat digeneralisasikan. Dan selama periode sampel 2012-2015 sedang terjadi penurunan kinerja pasar saham yang tercermin dari penurunan tajam hampir di setiap harga saham perusahaan terdaftar, sehingga nilai *return* saham dalam penelitian menjadi bias. Selain itu, Dalam proses pengolahan data terdapat permasalahan autokorelasi sehingga perlu menambahkan variabel lag dari variabel dependen di setiap model regresi.

SARAN UNTUK PENELITIAN SELANJUTNYA

Berdasarkan hasil penelitian ini, diharapkan dapat menjadi acuan bagi manajemen untuk mulai aktif menerapkan kebijakan manajemen risiko pada aktivitas bisnisnya serta terus melakukan inovasi yang memberikan nilai tambah bagi perusahaan dan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Dengan memperhatikan hasil penelitian ini juga diharapkan para pengambil keputusan terutama investor untuk tetap dapat menilai perusahaan berdasarkan kinerja dan kapabilitas perusahaan dan bukan berdasarkan sentimen pasar.

Implikasi Teoritis dari hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan masukan bagi regulator dalam membuat atau merevisi kebijakan terkait pengungkapan dan pengukuran sumber daya tidak berwujud serta dapat dijadikan sebagai acuan bagi penelitian selanjutnya dalam menguji pengaruh sumber daya tidak berwujud terhadap *return* saham yang dimediasi oleh kinerja keuangan.

DAFTAR PUSTAKA

- Agustina , L., & Baroroh , N. (2016). The Relationship Between ERM And Firm Value Mediated Through Financial Performance. *Review Of Integrative Business & Economics Research Vol. 5 No. 1*, 128-138.
- A'layi, A. S. (2014). The Impact Of Intellectual Capital On Returns And Stock Prices Of Listed Companies In Tehran Stock Exchange. *Applied Science Report*, 150-160.
- Aleksandra, T. (2014). *The Effect Of R&D Expenditures On Stocks Return, Price And Volatility*. Gothenburg-Swedia: University Of Gothenburg.
- Andriani, L. A., & Herlina, E. (2015). The Effect Of Intellectual Capital On Financial Performance And Market Value Of Manufacturing Companies Listed In The Indonesia Stock Exchange 2010 - 2012. *The Indonesian Accounting Review Vol. 5, No. 1*, 45-54.
- Awan, A. G., Siddique, K., & Sarwar, G. (2014). The Effect Of Economics Value Added On Stock Return: Evidence From Selected Companies Of KSE. *Research Journal Of Finance And Accounting Vol. 5 No. 23*, 140-152.
- Azad, M. A., & Behbahani, H. H. (2014). Studying The Effect Of Risk Management On Stock Returns Of Companies Listed In Tehran Stock Exchange. *European Online Journal Of Natural And Social Sciences, Vol. 3 No. 1*, 28-34.
- Badriyah, N., Sari, R. N., & Basri, Y. M. (2015). The Effect Of Corporate Governance And Firm Characteristics On Firm Performance And Risk Management As An Intervening Variabel. *Procedia Economics And Finance 31*, 868-875.
- Barney, J. (1991). Firm Resources And Sustained Competitive Advantage. *Journal Of Management Vol. 17, No. 1*, 99-120.
- Chairunissa, C., & Dewi, R. R. (2015). Pengaruh Intellectual Capital Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Dan Penilaian Pasar Dengan Corporate Governance Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Akuntansi Trisakti Vol. 2 No. 2*, 87-102.
- Djamil, A. B., Razafindrambinina, D., & Tandean, C. (2013). The Impact Of Intellectual Capital On A Firm's Stock Return: Evidence From Indonesia. *Journal Of Business Studies Quarterly, Volume 5, No.2*, 176-183.
- Draft, R. (1983). *Organization Theory And Design*. New York: West.
- Elahi, E. (2012). Risk Management: The Next Source Of Competitive Advantage. *Foresight, Vol. 15 No. 2*, 117-131.
- Faza, M. F., & Hidayah, E. (2014). Pengaruh Intellectual Capital Terhadap Profitabilitas, Produktivitas Dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Perbankan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Islam, Vol. Viii, No. 2*, 186-199.
- Ferandy, R., Nurhayati, & Helliana. (2015). Pengaruh Modal Intelektual Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Yang Listing Di Bursa Efek Indonesia 2011-2013. *Jurnal Akuntansi Gelombang 2 Unisba*, 14-20.
- Gamayuni, R. R. (2015). The Effect Of Intangible Asset Financial Performance And Financial Policies On The Firm Value. *International Journal Of Scientific & Technology Research, Vol. 4*, 202-212.
- Ghozali, I. (2013). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program Ibm SPSS 21*. Semarang: UNDIP.
- Godfrey, J., & Et Al. (2010). *Accounting Theory 7th Edition*. New York: John Wiley.

- Grant, R. M. (1991). The Resource-Based Theory Of Competitive Advantage: Implications For Strategy Formulation. *California Management Review*, 114-135.
- Harianja, H., & Fauzie, S. (2013). Analisis Value Added Sebagai Indikator Intellectual Capital Terhadap Kinerja Perbankan Di Indonesia. *Jurnal Ekonomi Dan Keuangan*, Vol. 2 No. 5, 265-281.
- Johnson, L., & Petrone, K. (1998). Is Goodwill An Asset? *Accounting Horizons*, Vol. 12, 293-303.
- Kurniawan, A. P., & Mertha, I. M. (2016). Kinerja Keuangan Sebagai Pemediasi Pengaruh Intesistas Research And Development Dan Aset Tidak Berwujud Pada Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, Vol.14 No.1, 723-750.
- Kuryanto, B., & Syafruddin, M. (2009). Pengaruh Modal Intelektual Terhadap Kinerja Perusahaan. *Jurnal Akuntansi & Auditing*, Vol. 5 No. 2, 128-147.
- Lev, B., & Sougiannis, T. (1996). The Capitalization Amortization And Value-Relevance Of R&D. *Journal Of Accounting And Economics*, 21, 107-138.
- Li, H., & Wang, W. (2014). Impact Of Intangible Assets On Profitability Of Hong Kong Listed Information Technology Companies. *Business And Economic Research*, Vol. 4, No. 2, 98-113.
- Luca, M. M., & Et Al. (2014). Intangible Assets And Superior And Sustained Performance Of Innovative Brazilian Firms. *Brazilian Administration Review*, Vol. 11, No. 4, 407-440.
- Lukianchuk, G. (2015). The Impact Of Enterprise Risk Management Of Firm Performance Of Sme. *European Scientific Journal*, Vol. 11 No. 3, 408-427.
- Martien, A. P. (2016). Pengaruh Intellectual Capital Terhadap Kinerja Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bei 2012-2014. *Artikel Ilmiah Mahasiswa Universitas Jember*, 1-5.
- Matarneh, A. S., & Bashir, H. A. (2013). Intangible Assets And Stock Prices Of Jordanian Companies: An Empirical Analysis. *European Journal Of Business And Social Science*, Vol. 2 No. 9, 153-165.
- Owired, A., Oppong, M., & Churchill, R. Q. (2014). The Effects Of The Intensity Of Firm's Intangible Assets On The Volatility Of Their Stock Prices. *Research Journal Of Finance And Accounting*, Vol.5, No.14, 179-185.
- Penrose, E. T. (1959). *The Theory Of The Growth Of The Firm*. New York: John Wiley.
- Pulic, A. (2000). VAICTM: An Accounting Tool For Ic Management. *International Journal Of Technology Management*, Vol. 20 , 702-714.
- Putri, A. A., & Sampurno, S. D. (2012). Analisis Pengaruh Roa, Eps, Npm, Der Dan Pbv Terhadap Return Saham. *Diponegoro Business Review*, Vol. 1 No. 1, 1-11.
- Redga, G. E. (2007). *Principles Of Risk Management And Insurance*, 10th Ed. Prentice Hall: Upper Saddle River, NJ.
- Santoso, Tara L., & Hatane, S. E. (2015). Pengaruh Intellectual Capital Dalam Kinerja Keuangan Dan Nilai Perusahaan. *Business Accounting Review*, Vol. 3 No. 1, 33-44.
- Salamudin, N., & Et Al. (2010). Intangible Assets Valuation In The Malaysian Capital Market. *Journal Of Intellectual Capital*, Vol. 11 No. 3, 391-405.

- Sudibya, D. C., & Restuti, M. M. (2014). Pengaruh Modal Intelektual Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kinerja Keuangan Sebagai Variabel Intervening. *Research Methods And Organizational Studies*, 154- 166.
- Tan, H. P., Plowman, D., & Hancock, P. (2007). Intellectual Capital And Financial Return Of Companies. *Journal Of Intellectual Capital*, Vol. 8 No. 1, 76-95.
- Ulum, I., & Ghozali, I. (2014). Intellectual Capital Performance Of Indonesian Banking Sector: A Modified Vaic (M-Vaic) Perspective. *Asian Journal Of Finance & Accounting*, Vol. 6 No. 2, 103-123.
- Wardhana, A. A., & Cahyonowati, N. (2013). Pengaruh Karakteristik Perusahaan Terhadap Tingkat Pengungkapan Risiko. *Diponegoro Journal Of Accounting*, Vol. 2 No. 3, 1-14.
- Wernerfelt, B. (1984). A Resource-Based View Of The Firm. *Strategic Management Journal*, Vol. 5, No. 2, 171-180.
- Yallwe, A. H., & Buscemi, A. (2014). An Era Of Intangible Assets. *Journal Of Applied Finance & Banking*, Vol. 4, No. 5, 17-26.
- Zhang, D. (2004). Intangible Assets And Stock Trading Strategies. *Managerial Finance*, Vol. 30 No.1, 38-56.
- Zhang, M. (2013). The Impact Of Internally Generated Goodwill On Financial Performance Of Firms. *The Journal Of Applied Business Research*, Volume 29, Number 6, Pp. 1809-1814.

